

# Analisis Perbedaan Kebijakan Pendanaan dan Dividen antara Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Pendekatan IOS (Studi pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2015)

*(Differential Analysis of Funding And Dividend Policy between Growing and Not Growing Companies using IOS Approach (Study on Property and Real Estate Companies Listed in Bursa Efek Indonesia Years 2012-2015))*

Zazilatul Mu'mila\* Tatang Ary Gumanti, Novi Puspitasari  
Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember (UNEJ)  
Jln. Kalimantan 37, Jember 68121  
E-mail: [zazilatulmumila@gmail.com](mailto:zazilatulmumila@gmail.com)

## Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt equity ratio*, dan *debt to market value equity* serta kebijakan pendanaan yang diukur dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2010-2015, teknik pengambilan sampel yaitu *purposive sampling* sehingga diperoleh 123 data yang memenuhi kelengkapan data penelitian. Metode analisis yang digunakan adalah analisis konfirmatori faktor analisis dan uji beda. Uji hipotesis dilakukan uji *independent sample t test* dan uji *U-Mann Whitney*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Debt equity ratio* dan *dividend payout ratio* tidak terdapat perbedaan signifikan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh, sedangkan *debt to market value equity* dan *dividend yield* terdapat perbedaan signifikan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.

**Kata Kunci:** Proksi IOS, DER, D/MVE, DPR dan DY.

## Abstract

This study aims to analyze differences in funding policy as measured by debt equity ratio, and debt to market value equity then funding policy as measured by dividend payout ratio and dividend yield. The growth companies and non growth companies. The population in this research is property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange years 2012-2015, sampling technique is purposive sampling so that obtained 123 data that meet the completeness of research data. The analytical method used confirmatory factor analysis and different test analysis. Hypothesis test was done by independent sample t test and U-Mann Whitney test. The results show that debt equity ratio and dividend payout ratio there is no significant difference between growth companies and non growth companies. While debt to market value equity and dividend yield. There is a significant difference between growth companies and non growth companies.

**Keywords:** Proxy IOS, DER, D/MVE, DPR and DY.

## Pendahuluan

Pertumbuhan perusahaan bersifat fluktuatif yaitu perusahaan bisa mengalami pertumbuhan sampai tumbuh secara pesat dan adakalanya perusahaan mengalami penurunan. Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan pihak eksternal maupun pihak internal perusahaan. Bagi para investor perusahaan yang tumbuh tinggi akan memberikan pengembalian tinggi atas dana yang diinvestasikan. Adapun pertumbuhan perusahaan mengindikasikan kemampuan manajer dalam mempertahankan kelangsungan usahanya

Menurut Smith dan Watts (1992), peluang pertumbuhan perusahaan diprosikan dengan berbagai nilai set kesempatan investasi atau biasa disebut dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) pemilihan investasi pada masa depan tidak hanya difokuskan pada pengembangan dan riset, tetapi kemampuan perusahaan mengambil kesempatan dalam peluang investasi, pendanaan maupun dividen. IOS mencerminkan terdapat proyek pilihan investasi dengan *net present value* positif. Oleh karena itu, tidak semua perusahaan bisa melakukan kesempatan investasi di masa yang akan datang (Gumanti dan Puspitasari, 2008).

Menurut Brealey *et al.* (2007:6), keputusan pendanaan dilakukan oleh perusahaan ketika perusahaan perlu mendapatkan dana dengan mengundang investor untuk menanamkan uang kas sebagai bagian laba di masa depan, atau menjanjikan untuk melunasi kas investor ditambah dengan tingkat bunga tetap. Kebijakan pendanaan merupakan faktor yang penting dalam menentukan kebijakan yang diambil dalam berinvestasi ke depan karena pendanaan akan berpengaruh terhadap perusahaan maupun investor

Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang diberikan kepada para pemegang saham. Nilai dividen ditentukan dalam rapat pemegang saham dan dinyatakan dalam suatu jumlah atau persentase tertentu atas nilai nominal saham dan bukan dari nilai pasarnya (Rodoni dan Herni, 2014:115). Dividen dapat diberikan jika saldo kebutuhan dan investasi tercukupi. Selain itu, dividen dapat dibagi atau tidak kepada investor tergantung pada tersedianya uang kas serta ketersediaan jumlah saldo ditahan.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sub sektor perusahaan properti dan *real estate* karena penurunan suku bunga serta peningkatan jumlah penduduk dan bangunan

\* Corresponding author

menjadikan Indonesia sebagai tujuan investasi saham properti dunia. *The Jakarta construction, property and real estate indeks* menunjukkan lonjakan lebih dari 25 persen selama tahun 2014. Beberapa produk properti mulai menunjukkan kenaikan harga di antaranya Alam Sutera, harga rumah naik sebesar 0,8 persen sementara Lippo Cikarang harga rumah naik sebesar 0,4 persen. Menurut survei Bank Indonesia, harga rumah baru di seluruh Indonesia juga mengalami kenaikan sebesar 5,7% pada kuartal pertama tahun 2015, lebih tinggi daripada tahun 2014. *Government of Singapore Investment Corporation (GIC) Pte*, telah sepakat untuk menanamkan investasi 500 juta dollar AS setara dengan Rp 65 triliun pada proyek properti di kawasan pusat bisnis Jakarta. Demikian halnya dengan Badan Penyelenggara Jaminan Sosial (BPJS) ketenagakerjaan dan dana pensiun negara Indonesia berencana untuk meningkatkan investasi di sektor rumah murah dalam rangka memenuhi permintaan dari pekerja berpenghasilan rendah (Ramadani, 2015).

Pertumbuhan properti dan *real estate* merupakan peluang investasi yang besar bagi perusahaan properti dan *real estate* untuk mengembangkan usaha.. Kesempatan investasi perusahaan akan memengaruhi kebijakan pendanaan dan dividen. Perusahaan cenderung melakukan pembayaran dividen dalam jumlah kecil untuk meningkatkan proporsi *internal equity* yang digunakan untuk mendanai investasi serta mengurangi risiko usaha apabila terjadi kegagalan pembayaran bunga hutangnya. Artinya, kebijakan pendanaan perusahaan akan berkaitan langsung dengan kebijakan dividennya

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis dan menguji tentang kebijakan pendanaan dan dividen pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dikaitkan dengan (IOS). Iswahyuni (2002) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan atas *book debt equity*, dividen, respon perubahan saham dan volume perdagangan pada perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh, sedangkan pada *market debt equity* terdapat perbedaan yang signifikan pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh Rokhayati (2005) menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Sementara kebijakan dividen tidak memiliki perbedaan yang signifikan pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Herdinata (2009), Evana (2009) dan Puspitasari (2012) menunjukkan perbedaan signifikan kebijakan pendanaan dan dividen pada perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Sugiarti (2010) menunjukkan terdapat korelasi negatif signifikan kebijakan pendanaan dan korelasi positif yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. perkembangan perusahaan properti dan *real estate* yang pesat di Indonesia akan menarik investor untuk menanamkan investasi pada perusahaan properti dan *real estate*. Meskipun demikian, setiap perusahaan memiliki perkembangan berbeda-beda, sehingga perlu dikaji tentang perbedaan kebijakan pendanaan dan dividen pada perusahaan-perusahaan properti dan *real estate*.

Berdasarkan uraian di atas, perumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah terdapat perbedaan kebijakan pendanaan dan dividen yang dilakukan oleh perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh?. Tujuan penelitian ini adalah menguji perbedaan kebijakan pendanaan dan

kebijakan dividen pada perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

Pengembangan hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

### 1. Kebijakan Pendanaan dan Pertumbuhan Perusahaan

Kebijakan pendanaan berhubungan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan pertimbangan pembelanjaan yang optimal, serta pertimbangan perusahaan menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan atau akan mengambil dana dari luar perusahaan. Dasar kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik sumber internal maupun sumber eksternal. Hal ini dikarenakan dalam rangka mengukur risiko, hutang jangka panjang ditunjukkan pada prospek laba dan perkiraan arus kas sehingga perusahaan berusaha mempertahankan keseimbangan antara proporsi aset yang didanai oleh pihak kreditur dan didanai oleh pemilik perusahaan

Menurut Rokhayati (2005), perusahaan yang tumbuh tinggi lebih mengutamakan pendanaan internal daripada perusahaan tidak tumbuh yang mengutamakan pendanaan eksternal. Perusahaan yang berkembang membutuhkan dana yang besar untuk membiayai investasinya. Hal ini sesuai dengan penelitian Iwahyuni (2009) dan Puspitasari (2012), bahwa terdapat perbedaan yang signifikan kebijakan pendanaan Pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis pada penelitian ini adalah:

$H_1$ = terdapat perbedaan kebijakan pendanaan pada perusahaan

### 2. Hubungan IOS dengan Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi lebih besar memiliki tingkat liabilitas yang rendah dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi yang berkaitan dengan liabilitasnya (Rodoni dan Herni, 2014:117).

Perusahaan yang tumbuh tinggi cenderung membagikan dividennya lebih kecil karena perusahaan tumbuh tinggi membutuhkan dana yang banyak untuk mendanai investasinya (Herdinata, 2009). Sebaliknya, perusahaan tumbuh rendah cenderung membayar dividen yang tinggi sebagai sinyal bahwa perusahaan dalam kondisi baik, sehingga investor akan tertarik untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis penelitian ini adalah:

$H_2$ = terdapat perbedaan kebijakan dividen pada perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

## Metode

### Rancangan Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah eksplanatori dengan pendekatan kuantitatif. Alasan utama pemilihan jenis penelitian eksplanatori untuk menguji hipotesis yang diajukan agar dapat menjelaskan perbedaan kebijakan pendanaan dan dividen antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh pada perusahaan properti dan *real estate* menggunakan uji beda

### Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder perusahaan sektor properti dan *real estate* yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, *website* sahamok dan *website* yahoofinance. Sumber data yang digunakan diunduh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com) dan [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com).

### Populasi dan Sampel

Tabel 1 berikut merangkum proses pemilihan perusahaan properti dan *real estate* sebagai sampel penelitian.

Tabel 1. Proses Pemilihan Sampel Penelitian

| No. | Keterangan  | Jumlah perusahaan |
|-----|---|-------------------|
| 1.  | perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di BEI tahun 2012-2015 | 41                |
| 2.  | Perusahaan properti dan real estate yang memiliki laba negatif            | (9)               |
|     | Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria                                  | 32                |

Sumber : data diolah, 2017

Pada Tabel 1 dapat diketahui bahwa populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI sejak tahun 2012 sampai tahun 2015. Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dengan pertimbangan tertentu. Jumlah perusahaan properti dan *real estate* adalah sebanyak 41 perusahaan yang memiliki kelengkapan data terkait penelitian ini. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini adalah perusahaan properti dan *real estate* yang tidak memiliki laba negatif dari tahun 2012 sampai tahun 2015 sebanyak 32 perusahaan lalu dikalikan dengan tahun periode penelitian selama empat tahun sehingga jumlah seluruh sampel sebanyak 128 data analisis serta terdapat 5 data analisis yang harus dibuang dikarenakan pembayaran dividen per lembar saham lebih besar dari laba per saham pada tahun yang bersangkutan. Sampel pada penelitian ini berjumlah 123 data analisis.

### Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan meliputi uji analisis konfirmatori faktor, uji normalitas data dan uji beda yang meliputi uji *independent sample t test* dan *U-Mann Whitney*. Tabel 2 berikut menyajikan hasil uji KMO *Barlett Test of Sphericity* dan *Anti-Image*.

Tabel 2. Hasil Uji Konfirmatori Faktor

| Keterangan | Anti-Image |
|------------|------------|
| PPE/BVA    | 0,560      |
| PER        | 0,500      |
| MVE/BVE    | 0,521      |
| MVA/BVA    | 0,513      |
| CAP/BVA    | 0,541      |

Kaiser Meyer Olkin Measuring of Sampling = 0,520

Barlett Test of Sphericity = 30,412

Sig. = 0,001

Sumber : data diolah, 2017

Pada Tabel 2 dapat diketahui bahwa nilai *Kayser Meyer Olkin Measure of Sampling* sebesar 0,520 ( $0.520 > 0.5$ ). Hal ini berarti persyaratan KMO telah memenuhi syarat. Selain itu, hasil nilai *Barlett Test of Sphericity* sebesar 30,412 dengan signifikansi 0,001. Artinya, *Barlett Test of Sphericity* memenuhi persyaratan dan dapat dianalisis lebih lanjut. Tabel 2 menunjukkan analisis *Anti-Image correlation* masing-masing variabel menunjukkan nilai  $\geq 0.5$ . Oleh karena itu, variabel proksi IOS yang digunakan pada penelitian ini layak untuk digunakan. Berdasarkan nilai *factor score*, maka dari 123 data tersebut 49 data yang memiliki nilai skor faktor yang tinggi akan menjadi kelompok perusahaan tumbuh. Sedangkan 49 data yang memiliki nilai skor faktor yang rendah akan menjadi kelompok perusahaan tidak tumbuh. 25 data merupakan nilai tengah yang dihilangkan karena nilainya kurang ekstrim dalam pengelompokan perusahaan. Agar tampak jelas perbedaan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dari nilai skor faktornya..

Tabel 3 berikut menyajikan hasil uji normalitas data

Tabel 3 Hasil Uji K-S Normalitas Data

| Variabel | Z     | Sig.  |
|----------|-------|-------|
| DER      | 1,088 | 0,187 |
| D/MVE    | 3,389 | 0,000 |
| DPR      | 2,313 | 0,000 |
| DY       | 2,239 | 0,000 |

Sumber : data diolah, 2017

Pada Tabel 3 dapat bahwa nilai *p-value* DER  $> 0,05$ , sehingga  $H_0$  diterima. Artinya, variabel tersebut berdistribusi normal. Sedangkan nilai *p-value* D/MVE, DPR, dan DY  $< 0,05$ , sehingga  $H_0$  ditolak atau data tidak berdistribusi normal.

## Hasil dan Pembahasan

### Hasil

Tabel 4 berikut menyajikan hasil uji beda kebijakan pendanaan dan dividen.

Tabel 4. Hasil Uji Beda

| Panel A. Uji independent sample t test |        |         |       |
|--|--------|---------|-------|
| Variabel                               | Mean   | Selisih | Sig.  |
| DER perusahaan tumbuh                  | 0,8585 | 0,113   | 0,310 |
| DER perusahaan tidak tumbuh            | 0,7455 |         |       |
| D/MVE perusahaan tumbuh                | 0,6586 | 0,0782  | 0,823 |
| D/MVE perusahaan tidak tumbuh          | 0,7368 |         |       |
| DPR perusahaan tumbuh                  | 0,1337 | 0,0279  | 0,424 |
| DPR perusahaan tidak tumbuh            | 0,1058 |         |       |
| DY perusahaan tumbuh                   | 0,0176 | 0,0112  | 0,000 |
| DY perusahaan tidak tumbuh             | 0,0064 |         |       |

Panel B. Uji U-Mann Whitney

| Variabel                      | Median | Selisih | Sig.  |
|-------------------------------|--------|---------|-------|
| DER perusahaan tumbuh         | 0,6293 |         |       |
| DER perusahaan tidak tumbuh   | 0,7017 | 0,0724  | 0,795 |
| D/MVE perusahaan tumbuh       | 0,0036 |         |       |
| D/MVE perusahaan tidak tumbuh | 0,5733 | 0,5697  | 0,000 |
| DPR perusahaan tumbuh         | 0,1045 |         |       |
| DPR perusahaan tidak tumbuh   | 0,000  | 0,1045  | 0,111 |
| DY perusahaan tumbuh          | 0,0146 |         |       |
| DY perusahaan tidak tumbuh    | 0,000  | 0,0146  | 0,002 |

Keterangan: Cetak tebal menunjukkan pengujian hipotesis berdasarkan pada nilai distribusi data

Sumber : data diolah, 2017

Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai rata-rata DER perusahaan tumbuh sebesar 0,8585 sedangkan perusahaan tidak tumbuh sebesar 0,7455. Hasil pengujian *independent sample t test* menunjukkan nilai *p-value* sebesar 0,310, yang berarti,  $p\text{-value} > \alpha$  ( $0,310 > 0,05$ ). Artinya, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai DER antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Walaupun nilai rata-rata DER perusahaan tumbuh lebih besar daripada DER perusahaan tidak tumbuh, secara statistik perbedaan tersebut tidak nyata. Pengujian dengan menggunakan uji *U-Mann Whitney* juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai DER antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  ( $0,795 > 0,05$ ). Jadi, hasil uji statistik dengan uji beda rata-rata kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt equity ratio* menolak  $H_1$ .

Nilai rata-rata *debt to market value equity* perusahaan tumbuh sebesar 0,6586, sedangkan perusahaan tidak tumbuh sebesar 0,7368. Hasil pengujian *independent sample t test* menunjukkan nilai *p-value* sebesar 0,823 yang berarti  $p\text{-value} > \alpha$  ( $0,823 > 0,05$ ). Artinya, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai *debt to market value equity* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Walaupun nilai rata-rata *debt to market value equity* perusahaan tumbuh lebih kecil daripada *debt to market value equity* perusahaan tidak tumbuh, secara statistik perbedaan tersebut tidak nyata. Berbeda halnya dengan pengujian dengan menggunakan uji *U-Mann Whitney* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai *debt to market value equity* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  ( $0,000 < 0,05$ ). Karena pada kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt to market value equity* terdapat hasil yang berbeda, pada penelitian ini pengujian penarikan hipotesis berdasar dari uji *U-Mann Whitney* yang berdasar pada nilai distribusi data. Jadi, hasil uji statistik beda rata-rata kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt to market value equity* menerima  $H_1$ .

Nilai rata-rata DPR perusahaan tumbuh tinggi sebesar 0,1337 sedangkan perusahaan tidak tumbuh sebesar 0,1058. Hasil pengujian *independent sample t test* menunjukkan nilai *p-*

*value* sebesar 0,404, yang berarti,  $p\text{-value} > \alpha$  ( $0,404 > 0,05$ ). Artinya, tidak ada perbedaan yang signifikan pada nilai DPR antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Walaupun nilai rata-rata DPR perusahaan tumbuh lebih besar daripada DPR perusahaan tidak tumbuh, namun secara statistik perbedaan tersebut tidak nyata. Pengujian dengan menggunakan uji *U-Mann Whitney* juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai DPR antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  ( $0,111 > 0,05$ ). Jadi, hasil uji statistik dengan uji beda rata-rata kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* menolak  $H_2$ .

Nilai rata-rata DY perusahaan tumbuh sebesar 0,0176 sedangkan perusahaan tidak tumbuh sebesar 0,0064. Hasil pengujian *independent sample t test* menunjukkan nilai *p-value* sebesar 0,000, yang berarti,  $p\text{-value} > \alpha$  ( $0,000 < 0,05$ ). Artinya, ada perbedaan yang signifikan pada nilai DY antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Nilai rata-rata DY perusahaan tumbuh lebih besar daripada DY perusahaan tidak tumbuh dan secara statistik perbedaan tersebut nyata. Pengujian dengan menggunakan uji *U-Mann Whitney* juga menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai DY antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  ( $0,002 < 0,05$ ). Jadi, hasil uji statistik dengan uji beda rata-rata kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend yield* menerima  $H_2$ .

## Pembahasan

### Kebijakan Pendanaan

Hasil uji terhadap kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt equity ratio* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kebijakan *debt equity ratio* pada perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Perusahaan properti dan *real estate* cenderung lebih banyak menggunakan modal sendiri daripada mengandalkan utang untuk investasi. Hal ini dikarenakan perusahaan berkeinginan laba perusahaan diperoleh tidak berkurang karena adanya kewajiban dalam membayar bunga utang, hal tersebut yang menyebabkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan *debt equity ratio* antara kedua kelompok perusahaan tersebut. Rata-rata *debt equity ratio* perusahaan tumbuh lebih besar daripada *debt equity ratio* perusahaan tidak tumbuh ( $85,85\% > 74,55\%$ ). Artinya, nilai liabilitas perusahaan tumbuh lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh. Rata-rata *debt equity ratio* antara kedua kelompok perusahaan tersebut menunjukkan hutang kedua kelompok perusahaan tersebut tergolong rendah.

Hasil pengujian hipotesis ini sejalan dengan Iswahyuni (2002) yang menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt equity ratio* antara perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Hasil pengujian berbeda dengan penelitian Herdinata (2008), Rokhayati (2005), dan Puspitasari (2012) yang menemukan adanya perbedaan kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt equity ratio* antara perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

Pada penelitian Herdinata (2008), Rokhayati (2005), dan Puspitasari (2012) perusahaan tumbuh memiliki nilai rata-rata *debt equity ratio* lebih kecil daripada perusahaan tidak tumbuh, sedangkan pada penelitian ini rata-rata *debt equity*

*ratio* perusahaan tumbuh lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh. Namun, selisih *debt equity ratio* kedua kelompok tersebut tidak besar. Oleh sebab itu, hasil penelitian ini menunjukkan tidak terdapat perbedaan *debt equity ratio* antara perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

Hasil uji kedua menunjukkan bahwa terdapat kebijakan pendanaan yang diukur dengan *debt to market value equity* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Rata-rata *debt to market value equity* perusahaan tumbuh lebih rendah daripada Rata-rata *debt to market value equity* perusahaan tidak tumbuh ( $0,6586 < 0,7368$ ). Rendahnya nilai *debt to market value equity* pada perusahaan tumbuh dikarenakan perusahaan yang mengalami pertumbuhan akan semakin dipercaya oleh investor yaitu dengan meningkatnya harga saham perusahaan. Peningkatan harga saham mengakibatkan semakin meningkatnya nilai pasar saham perusahaan, sehingga nilai pasar ekuitas semakin meningkat. Peningkatan nilai pasar ekuitas ini menjadikan nilai liabilitas dibagi dengan nilai pasar ekuitasnya semakin rendah.

Hasil pengujian hipotesis ini sejalan dengan Evana (2009) dan Iswahyuni (2002) yang menemukan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara perusahaan tumbuh dengan perusahaan tidak tumbuh. Hasil pengujian hipotesis ini berbeda dengan penelitian Rokhayati (2005), yang menemukan tidak terdapat perbedaan kebijakan pendanaan antara perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

Hasil pengujian berbeda dengan penelitian Rokhayati (2005) karena periode penelitian yang diambil sekitar periode pasca krisis Indonesia (tahun 1999 sampai 2001). Sedangkan periode pada penelitian menggunakan periode terbaru yaitu tahun 2012 sampai tahun 2015 dan jauh dari periode krisis Indonesia pada tahun 1997 sampai tahun 1998.

#### Kebijakan Dividen

Pada penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *dividend payout ratio* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Perusahaan lebih memilih membiayai ekspansinya dengan dana yang berasal dari intern, apabila membiayai ekspansi dengan hutang akan memperbesar risiko finansialnya sehingga perusahaan cenderung menjadikan laba sebagai saldo ditahan. Hal tersebut yang menyebabkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan *dividend payout ratio* antara kedua kelompok perusahaan tersebut. Rata-rata *dividend payout ratio* perusahaan tumbuh lebih besar daripada *dividend payout ratio* perusahaan tidak tumbuh ( $13,37\% > 10,58\%$ ). Artinya, nilai rata-rata *dividend payout ratio* perusahaan tumbuh lebih besar daripada nilai rata-rata perusahaan tidak tumbuh. Namun, perbedaan rata-rata *dividend payout ratio* tidak menunjukkan perbedaan yang jauh. Rata-rata *dividend payout ratio* antara kedua kelompok perusahaan tersebut menunjukkan kedua kelompok perusahaan tersebut membayar dividen yang rendah terhadap para investor.

Hasil pengujian hipotesis ini sejalan dengan Iswahyuni (2002) dan Rokhayati (2005) yang menemukan tidak terdapat perbedaan signifikan kebijakan *dividend payout ratio* antara perusahaan tumbuh dengan perusahaan tidak tumbuh, hasil pengujian ini berbeda dengan Puspitasari (2012) yang menemukan terdapat perbedaan pengaruh IOS terhadap

*dividend payout ratio* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.

Hasil pengujian berbeda dengan penelitian Puspitasari (2012) karena perusahaan tumbuh memiliki nilai rata-rata *dividend payout ratio* lebih kecil daripada perusahaan tidak tumbuh, sedangkan pada penelitian ini rata-rata *dividend payout ratio* perusahaan tumbuh lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh. Namun, selisih *dividend payout ratio* kedua kelompok tersebut tidak besar. Oleh sebab itu, hasil penelitian ini menunjukkan tidak terdapat perbedaan *dividend payout ratio* antara perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

Hasil pengujian pada *dividend yield* menunjukkan terdapat perbedaan signifikan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Rata-rata *dividend yield* perusahaan tumbuh lebih besar daripada *dividend yield* perusahaan tidak tumbuh ( $1,76\% > 0,64\%$ ). Artinya, nilai rata-rata *dividend yield* perusahaan tumbuh lebih besar daripada nilai rata-rata perusahaan tidak tumbuh. Perbedaan rata-rata *dividend yield* menunjukkan perbedaan yang tinggi. Perusahaan yang tidak tumbuh memiliki nilai *dividend yield* rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tumbuh. Hal ini dikarenakan perusahaan tidak tumbuh akan memerlukan dana yang lebih besar dalam operasionalnya kedepan. Salah satu sumber pendanaan adalah dari arus kas perusahaan yang diperoleh dari saldo laba perusahaan. Besarnya kebutuhan dana yang diperlukan oleh perusahaan tidak tumbuh, mengakibatkan dividen yang dikeluarkan oleh perusahaan tidak tumbuh lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang dibagikan oleh perusahaan tumbuh.

Hasil pengujian hipotesis ini sejalan dengan Rokhayati (2005), Herdinata (2010) dan Evana (2009) yang menemukan bahwa terdapat perbedaan signifikan kebijakan *dividend yield* antara perusahaan tumbuh dengan perusahaan tidak tumbuh. Hasil pengujian hipotesis ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yaitu Iswahyuni (2002) yang menemukan tidak terdapat perbedaan kebijakan *dividend yield* antara perusahaan tumbuh dengan perusahaan tidak tumbuh.

Hasil pengujian berbeda dengan Iswahyuni (2002) karena objek pada penelitian yang diambil adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan nilai rata-rata *dividend yield* tidak jauh berbeda antara perusahaan tumbuh tinggi dan perusahaan tidak tumbuh. Sedangkan pada penelitian ini, objek yang diteliti hanya perusahaan properti yang *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan nilai rata-rata *dividend yield* jauh berbeda antara perusahaan tumbuh tinggi dan perusahaan tidak tumbuh.

Keterbatasan pada penelitian ini adalah inkonsistensi perusahaan yang menjadi kelompok perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Pada satu periode perusahaan masuk pada kelompok tumbuh. Namun pada periode yang lain perusahaan masuk pada kelompok perusahaan tidak tumbuh. Sehingga perusahaan tidak dapat dinyatakan perusahaan tumbuh atau perusahaan tidak tumbuh secara konsisten.

#### Simpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *debt equity ratio* antara perusahaan tumbuh

dan tidak tumbuh. Terdapat perbedaan yang signifikan *debt to market value equity ratio* antara perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *dividend payout ratio* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Terdapat perbedaan yang signifikan *dividend yield* antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh.

Penelitian selanjutnya dapat mengembangkan proksi IOS untuk menilai atau meneliti tidak hanya fokus pada kebijakan pendanaan dan dividen namun dapat dikembangkan dengan menambah variabel baru lainnya. Selain itu peneliti selanjutnya dapat mengembangkan dengan menggunakan proksi IOS berbasis investasi secara lengkap seperti *ratio R&D expense to firm value*, *ratio of R&D expense to total assets*, maupun *Ratio of Capital Addition to Asset Book Value Equity* (CAP/BVE) supaya hasil yang diperoleh lebih akurat. Selain itu, sampel penelitian dapat diperbanyak supaya pengelompokan perusahaan tumbuh serta perusahaan tidak tumbuh dapat konsisten.

## Referensi

- Adam, T, dan L.V. Goyal. 2000. The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variable Theory and Exidence. *Working Paper*. Department Of Finance, Hongkong University of Science and Technology.
- Brealey, R.A., S.C. Myers, dan A.J. Marcus. 2007. **Fundamentals of Corporate Finance**. Fifth edition. New York: Mcgraw-Hill Companies. Terjemahan oleh Yelvi Andri Zaimur. 2008. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan**. Edisi Kelima. Jakarta: Erlangga.
- Evana, E. 2009. Analisis Hubungan Investment Opportunity Set (IOS) Berasar Nilai Pasar dan Nilai Buku dengan Realisasi Pertumbuhan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 14(2):167-185.
- Gaver, J. J., dan K.M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policy. *Journal of Accounting and Economics*. 16: 125-160.
- Gumanti, T.A., dan N. Puspitasari. 2008. Siklus Kehidupan Perusahaan Dan Kaitannya Dengan Investment Opportunity Set, Risiko, dan Kinerja Finnansial. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 8(2): 139-150.
- Herdinata, C. 2009. Kebijakan Pendanaan dan Dividen dengan Pendekatan Investment Opportunity Set. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13 (2): 237-248.
- Iswahyuni, Y. 2002. Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh Dengan Kebijakan Pendanaan, Dividen, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta dengan Pendekatan Asosiasi Proksi Investment Opportunity Set (IOS). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 9 (22): 120-148.
- Puspitasari, N. 2012. Kinerja Finansial dan Kesempatan Investasi Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 6(1):13-33.
- Ramadani, A. 2015. **Indonesia Negara Favorit Investasi Properti**. <http://propert.kompas.com/read.2015/04/09/090000721/Indonesia.Negara.Favorit.Investasi.Proprieti.Diakses.pada.Tanggal.30.Maret.2017>.
- Rodoni, A., dan A. Herni. 2014. **Manajemen Keuangan Modern**. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Rokhayati, I. 2005. Analisis Hubungan Investment Opportunity Set dengan Realisasi Pertumbuhan serta Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen di Bursa Efek Jakarta. *SMART*, 1 (2): 41-60.
- Smith, J.C., dan R.L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32: 264-292.
- Sugiarti, S. 2010. Analisis Hubungan antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Tidak Dipublikasikan, *Skripsi*. Surakarta. Universitas Sebelas Maret.
- <http://www.idx.co.id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangandantahunan.aspx>. Diakses Pada Tanggal 2 Mei 2017
- <https://www.sahamok.com/emiten/kapitalisasi.pasar/>. Diakses pada Tanggal 5 Mei 2017.
- <https://finance.yahoo.com/quote/^JKSE/history>. Diakses pada Tanggal 7 Mei 2017.